

# ESG関連債の動向

～グリーンボンド、ソーシャルボンドなどの在り方とそれぞれの取組み



令和4年2月4日

株式会社資本市場研究所きずな

## ESG関連債とその動向について

SDGsを達成し持続可能な社会を構築していく為に、政府・企業・金融・投資家の其々の責任と取組みが重要になっているが、投資や融資した資金が企業・団体のSDGs活動を支え、それが目標達成の為に具体的な成果を上げるところまで見ていこうとすることは、サステナブルファイナンス(持続可能な社会を実現する為の金融)という考え方に繋がっている。

このサステナブルファイナンスは、金融機関によるローン、機関投資家による債券投資、多くの投資家に関わる株式投資やESG関連投信などにも及ぶが、今回は、グリーンボンドなどのESG関連債(SDGs債)の動向について見ていきたい。

日本国内のESG関連債は増加しており、その発行額推移は下左図になっている(※公募債として証券会社の引受額)。2016年から2021年9月まで集計されているが、2020年には発行額合計が2兆円を超えている。同期間の発行額合計は5兆7,197億円となっており、発行件数総計は391

件となっている。

プロジェクト別で見ると、グリーンボンドが202件2兆1,563億円、ソーシャルボンドが128件2兆6,033億円、サステナビリティボンドが61件9,601億円発行された。発行額ベースでの債券区分では、55.3%が社債、37.5%が財投機関債等、5.6%は非居住者債、1.7%が地方債となっている。

確かに国内のESG関連債の発行は増加傾向を強めてはいるが、世界的な動向で見ると2020年の発行額では世界の3%程度に留まっており、2021年は世界的なESG関連債発行急増に増加ペースが追い付いていないようだ。2020年までの累計の発行額を見ても、米国の五分之一、中国の四分之一程度で、欧州主要各国との差も大きい。持続可能な社会の実現の為には、各取組みに長期的な資金が回っていく為にもESG関連債の増加が必要だが、そのための取組みとして2021年1月に金融庁に設置されたサステナブルファイナンス有識者会議では次の様なことが検討されている。

○ESG関連債・投資関連情報を集約一元化して、投資家・金融機関・発行体評価機等の市場参加者に対する情報・機能提供を行う情報プラットフォームを整備する。(既に、ロンドン取引所やルクセンブルク取引所ではESG関連情報発信や発行体向け人材育成/能力向上の為のサポート、インデックス算出によりESG関連債の発行増加に繋がっている。日本取引所グループにおいても、JPX ESG Knowledge Hub で上場会社がESG関連情報を開示する際のポイントや事例、ESG評価機関などの紹介などの情報提供を行っている。)

○情報プラットフォームを通じて、グリーンボンド等の適格性について情報提供を行い、投資家が容易かつ的確な投資判断や、脱炭素化等に取り組む企業への資金供給つなげていくためには、どのような点に留意すべきか議論していく。

なお、日本国内でのESG関連債発行の為の指針としては、環境省により「環境省グリーンボンドガイドライン」(2017年)、金融庁により「ソーシャルボンドガイドライン」

(2021年6月)などが公表されているが、ICMA (International Capital Market Association)によるグリーンボンド原則やソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド・ガイドラインが参照されることが多い。

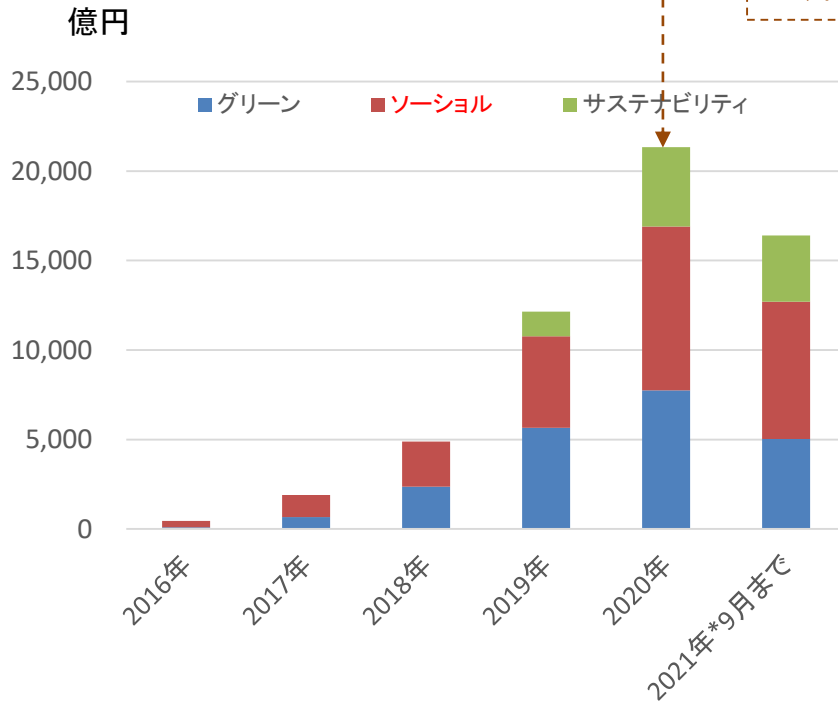
## ESG関連債(各原則やガイドラインに準拠)

**グリーンボンド**  
国内外のグリーンプロジェクト(環境問題解決)に要する資金を調達するために発行

**ソーシャルボンド**  
社会的課題解決に資するプロジェクトの資金調達のために発行

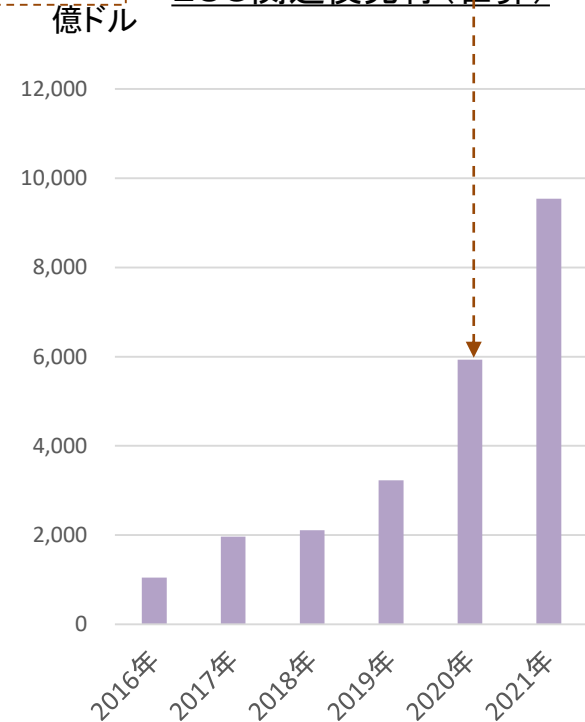
**サステナビリティボンド**  
資金用途を環境・社会の持続可能性に貢献する事業に限定

### ESG関連債発行(日本の公募)



日本のESG関連債発行は、世界の3%程度

### ESG関連債発行(世界)



※日本証券業協会:SDGs債の発行額・発行件数の推移より

※Environmental Finance Bond Databaseより

## グリーンボンドとソーシャルボンドの ガイドライン(国内)について

グリーンやソーシャルなプロジェクトへ資本市場から資金を供給する為の原則やガイドラインは、国際資本市場協会(ICMA)が取り纏めたものが中核になってそれぞれのプロジェクトの資金調達が進んでいるが、各国の経済環境や金融市場の実情に合わせたガイドラインも必要として、日本では環境庁が2017年3月にグリーンボンドガイドラインを公表し、2020年3月に改訂版が策定されている。ソーシャルボンドの方は、金融庁に設置されたソーシャルボンド検討会議において検討され、ICMAのソーシャルボンド原則の改訂(2021年6月)に平仄を合わせる形で2021年10月にソーシャルボンドガイドラインが公表された。

このソーシャルボンドガイドラインは、その債券の信頼性確保と発行体の負担軽減を図り、我が国の民間企業によるソーシャルボンドの更なる活用を期待して策定されたものだが、定義としては①調達資金の用途が発行体により適切に評価・選定されたソーシャルプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、かつ、③それらに

ついて発行後のレポーティングを通じ透明性が確保された債券とされている。

なお、ガイドラインではソーシャルボンドとして期待されている事項とそれを確認していく手順として次の様に定められている。(概要)

### 【調達資金の用途】

調達資金用途が何のソーシャルプロジェクトにどう利用されるかについて、対象となるプロジェクトの例示がされている。また、そのプロジェクトが誰を対象としているかも重要で、これらは目論見書等によって投資家にも事前に説明する必要があるとされている。

### 【プロジェクトの評価及び選定のプロセス】

評価及び選定の基準となるのは、社会的な効果に係る指標等によって示されることが望ましいとされた。またプロセスについては、社会的な効果をもたらすと判断される根拠やどの部署が実際に評価・選定を行うのかなどを明確にする必要があるとした。

### 【調達資金の管理】

発行者は、適切な方法で資金の追跡管理を行うことを求められている。具体的には、ソーシャルプロジェクトへの充当額と未充当資金の額の合計額が、ソーシャルボンドによる調達資金の合計額と整合するよう、少なくとも1年に1回は確認すべきとしている。

### 【レポートニング】

プロジェクトの概要、充当した資金の額、社会的な効果等の開示すべきとして、社会的効果については定量的なアウトプット、アウトカム、インパクトの3段階で示すことが望ましいとした。

### 【外部機関によるレビュー】

外部機関によるレビューを活用することが望ましいとしている。

なお、グリーンボンド及びソーシャルボンドへ投資を行う機関投資家にとっては、2020年3月に再改定されたスチュワードシップ・コーにおいて、運用戦略に応じた

サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性の考慮)が求められており、必要に応じ、企業との建設的な会話が望まれている。

# ソーシャルボンド・ガイドラインの構成

※グリーンボンドも同様の構成

調達資金の使途

プロジェクトの  
評価と選定基準

調達資金の管理

レポーティング

外部機関による  
レビュー

手ごろな価格の基本的インフラ設備  
・ クリーンな飲料水、下水道、衛生設備、輸送機関、エネルギー

必要不可欠なサービスへのアクセス  
・ 健康、教育及び職業訓練  
・ 健康管理、資金調達と金融サービス

手ごろな価格の住宅

(中小企業向け資金供給と  
マイクロファイナンスを通じた)  
雇用創出

食糧の安全保障と持続可能な食糧システム  
・ 食糧必要要件を満たす、安全で栄養価の高い十分な食品への物理的、社会的、経済的なアクセス、回復力ある農業慣行、フードロスと廃棄物の削減、小規模生産者の生産性向

社会経済的向上とエンパワーメント  
・ 資産、サービス、リソース及び機会への公平なアクセスとコントロール  
・ 所得格差の縮小を含む、市場と社会への公平な参加と統合

※青字はICMAのソーシャルボンド原則による例示

## 地域における取組とその可能性

ESG関連債の各ガイドラインに沿って発行するには、必要な情報開示を行いながら外部からの評価とレビュー・定期的な情報発信を行う必要があるため発行者の負担が大きい。その為、今までは政府系機関や電力会社などの大企業によるものが多かった。しかし、グリーンやソーシャルのプロジェクト(調達資金の目的)では、地域に身近なテーマも多く、最近では、グリーンボンドやソーシャルボンドへの地方公共団体や地方銀行などの取組み出始めている。

地方公共団体による公募のESG関連債発行は、グリーンボンドでは東京都が2017年10月に始めて発行しており、2020年10月には長野県と神奈川県が、2021年8月に川崎市が発行している。またソーシャルボンドは東京都が2021年6月に、両方の性格を持つサステナビリティボンドは、北九州市が10月に機関投資家向けと個人向けをそれぞれ発行した。今後の取組みとしては、福岡市が建て替えが進む博多区新庁舎の省エネ設備や、二酸化炭素排出量が少ない地下鉄の新車両の購入費などに使う目的で、三重県が地球温暖化に対応した農水産物の研究開発

費用などの資金調達でグリーンボンド発行を予定している。ソーシャルボンドについても、名古屋市が2022年度に発行を検討していることが伝えられている。

地方債については、地方公共団体が地域住民を対象に募集を行う住民参加型公募地方債が2005年前後には年間3,000億円以上の発行があったものの、2016年以降は急速に縮小して現状は年間200~300億円程度の発行と低迷しているが、今後、地域に必要な施設などの資金調達目的で、地域住民の資金を想定した地方公共団体のESG関連債発行の取組みが増加していく可能性がある。

地方銀行においては、地域金融機関としてグリーンプロジェクトやソーシャルプロジェクトへのローン提供が中心に行われているが、2021年10月に群馬銀行は地方銀行として初めてサステナビリティボンドを発行した。(ソーシャルボンドは2019年11月発行)その資金使途は、再生可能エネルギー施設やEVなどの購入、感染症対策や地域再生など、それぞれへの融資資金となっている。

ESG関連債においては、そのプロジェクトがどのような



社会的効果(インパクト)を上げどの様な効果を上げるのかを示すことが重要だが、直接的にもたらされる具体的な製品及びサービス等を「アウトプット」、アウトプットの結果として「対象となる人々」等にもたらされる便益や変化(成果)を「アウトカム」、アウトカムの実現によって目指す最終的な社会的な効果(目標)を「インパクト」として、ソーシャルプロジェクトがインパクトに至る過程を段階的に示す考えがソーシャルボンドガイドラインで示されている。

下図、波線から上はソーシャルプロジェクトのインパクト指標等の検討に関する関係府省庁会議(2021年12月21日)において、金融庁の説明資料からのものだが、下の部分は地域社会の課題に対応して段階的に示すことを当てはめてみた。

地域に必要な施設や取組みが、実際の施設やサービスとなり、それが地域住民のメリット(便益)となる。この様な取組みが増えていくことで、地域社会の活性化や再生に繋がっていくのが地域におけるソーシャルプロジェクトとなる。今後、地方公共団体や地域金融機関等が関わるグリーンやソーシャルなプロジェクトによるESG関連債は、

各ガイドラインを遵守して先ず私募の形式で地域住民中心に募集が進む可能性もある。

# ソーシャルプロジェクトとアウトプット・アウトカム・インパクト の関係と地域社会の関係



ソーシャルプロジェクト  
が対処する社会的課題

社会的課題の解決に貢献し、ポジティブな社会的な効果をもたらすプロジェクト

プロジェクトによって直接的にもたらされる製品やサービス等

アウトプットの結果として「対象となる人々」等にもたらされる便益や変化(成果)

アウトカムの実現によって目指す最終的な社会的な効果(目標)

例)

バリアフリー施設の設置(障がい者等)

バリアフリー施設の設置数等

障がい者の利用率の増加等

共生社会の実現等

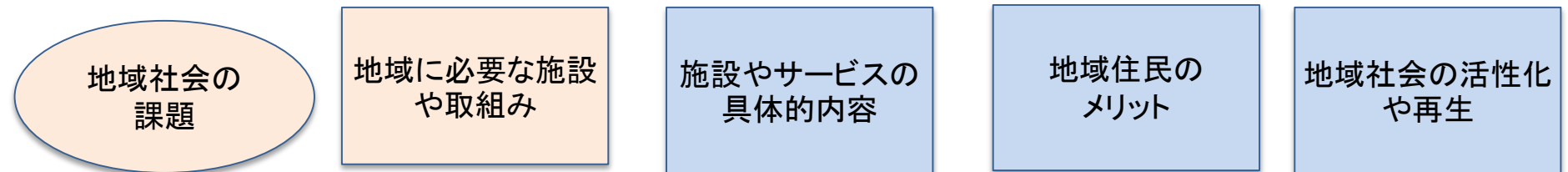
健康増進や病気予防を目的としたプログラムの提供(高齢者等)

健康増進や病気予防を目的としたプログラムへの参加者数等

参加者の健康の向上・維持等

平均寿命の延伸、QOLの向上等

※上記部分は、金融庁ソーシャルプロジェクトのインパクト指標例の検討より



地域社会の課題

地域に必要な施設や取組み

施設やサービスの具体的内容

地域住民のメリット

地域社会の活性化や再生

## 個人投資家にとってのグリーンボンドとソーシャルボンド

SDGsは17のゴールと169のターゲットがあり、世界中の多くの問題に対応しているため、関係者も非常に多くかつ多様である。また、企業による情報開示、金融機関の取組み、各国政府による基準作り、各種格付機関など検討する事項が多岐に渡るために相当数の関係する基準も生まれている。

この数多くある基準を統合していこうとの動きはあるものの、現在はその統合を各国の事情にあわせて模索している段階とみることも出来る。ESG関連債に関する原則・ガイドラインはICMAが中核になっていることは間違いないが、それでも日本でのソーシャルボンドガイドラインの検討ではICMAの例示が新興国などに偏っているのではないかとして、我が国の実情に合わせた例示が追加された。

日本の課題としては、SDGsに関して国際的な基準統合やガイドライン強化などの動きに遅れることなく、ESG投資やインパクト投資の国際的な投資資金の流れを国内に取り込んで、日本社会の成長資金とすることが望まれている。

一方、日本の個人金融資産は日本銀行の資金循環統計速報(2021年12月20日公表)によると2021年9月末で2,000兆円に迫り、その内の1,072兆円(全体の53.6%)が預貯金である。債券はその内27兆円で全体の1.4%に過ぎない。仮に個人金融資産の現預金の1割がグリーンやソーシャルのプロジェクトへの資金に回るとすると100兆円の個人向けESG関連債市場が形成されるかも知れない。

個人がグリーンボンドやソーシャルボンドに投資を行う場合、環境問題や社会的課題の解決の為にプロジェクトに資金が使われ、実際に課題に対する効果をあげることを目的とするのは当然だが、投資リターンに関しては①相応のリターンを期待するケース②一般的なリターンを下回る場合も想定されるケース③明らかにリターンが低くなるケースが想定されるケースに分かれる。

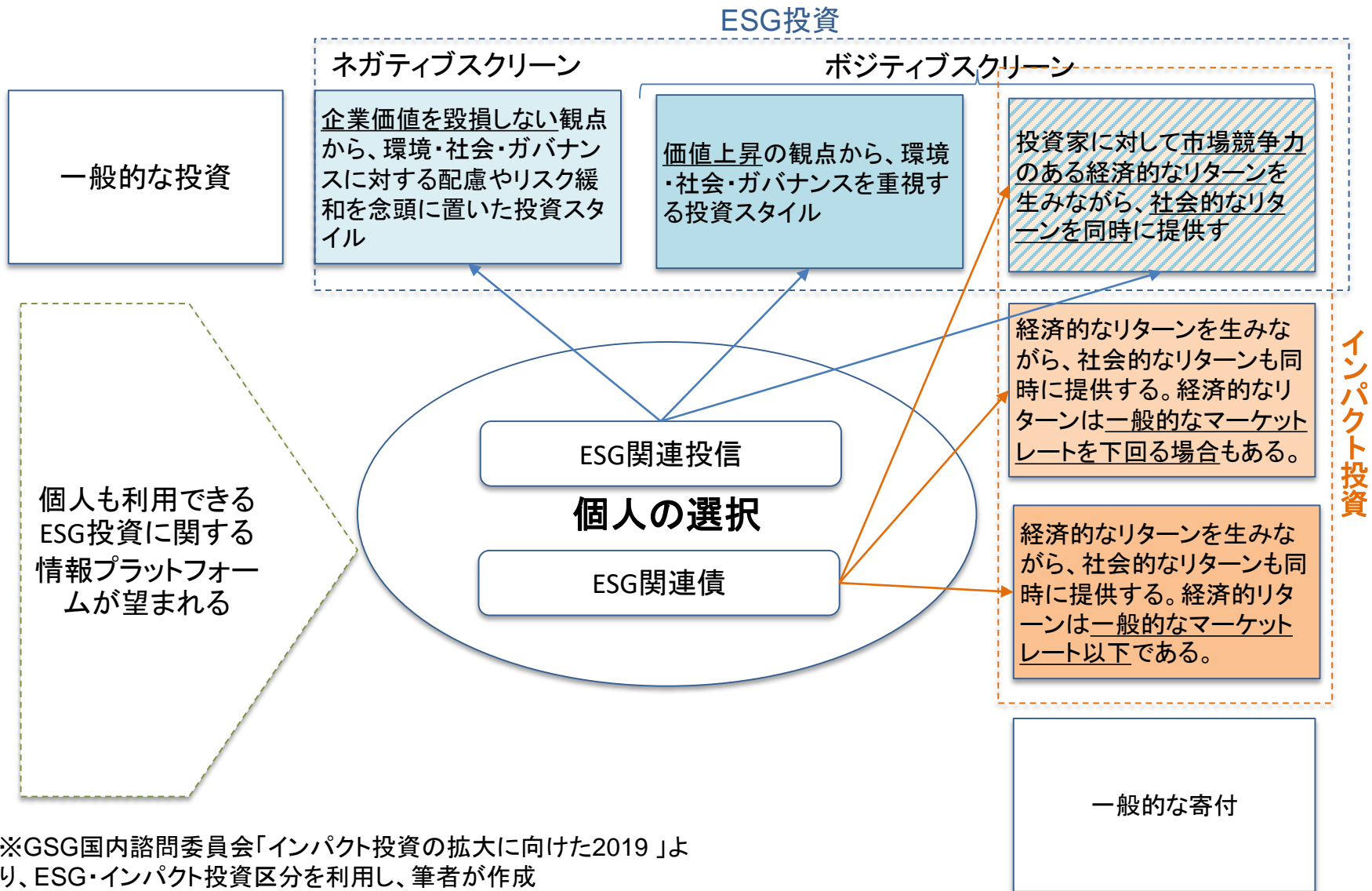
①は、環境・社会的課題における長期的なリスクの削減と企業価値最大化を目指すESG投資の考え方で、株式投資は個人投資家でもこの視点であろう。債券投資は、基本的には発行体により元本償還が保証されているので、基本的に株式や投資信託などより投資リスクは小さい。その為、ある程度まで投資リターンを犠牲にしても社会的課題

の解決を重視することは個人投資家の方が選択しやすい。機関投資家については、フィデューシャリー・デューティーがあるので投資資金を委託した個人の利益を優先する必要があるが、上記①～③別に社会的課題の解決に関する指標を委託者の個人に示すことで、グリーンやソーシャルのプロジェクトへの投資を進めていくことができる。この様に特定の社会課題解決を目的とするという明確な意図で投資すること全体を最近ではインパクト投資という。

個人投資家に関わる債券投資は、我が国の長期に渡る低金利もあって全体としては縮小気味で推移してきたが、今後、個人がグリーンボンドやソーシャルボンドへの直接及び間接（投信を通じてなど）の投資を行うことで増加していくことを期待したい。

その為には、個人も投資家として利用できるESG関連債に関する情報プラットフォームを構築して行くことが必要だ。現状の関係者情報の集約から一歩進んで、個人でもグリーンプロジェクトやソーシャルプロジェクトの選択が出来ることで、個人投資家としてのインパクト投資が可能となる情報プラットフォームの役割も望まれる。

# 個人にとってのESG投資とインパクト投資



※GSG国内諮問委員会「インパクト投資の拡大に向けた2019」より、ESG・インパクト投資区分を利用し、筆者が作成